

華電福新能源 (816 HK)

多能互補，百花齊放

❖ **多能互補穩定收益。** 華電福新公佈了 2017 年業績。收入錄得人民幣 168.13 億元，同比上升 5.1%。由於 2017 年水資源回歸正常化，水電收入同比下降 37.6%，而風電收入增長 21.0%，大致抵消了水電收入下跌的不利影響。煤電部門收入展現了強勁反彈，收入同比增長 36.4%。除公司燃料成本較我們預期高 14.5% 以外，公司其它的運營支出大致符合預期，同時財務費用支出維持了良好控制。聯營公司利潤分享為人民幣 7.42 億元，儘管同比增長 17.7%，但較我們預期低 26.2%。管理層表示，這主要是由於福清核電項目一次性追溯核電機組電價調整結算所致。我們估計受影響的回溯金額在人民幣 3 億元左右。公司實現歸屬於股東的淨利潤為 19.86 億元人民幣，同比增長 1.7%。若將核電電價回溯項目還原，我們預計核心盈利為人民幣 22.86 億元，顯示同比盈利增長 17.0%，顯著超出我們預期。

❖ **煤電觸底，風電引領增長。** 2017 年，煤電業務部門受煤價大幅上漲而引致虧損。根據我們測算，2017 年煤電業務單位燃料成本同比上漲 37.4% 至人民幣 228.7 元/兆瓦時。我們預期 2018 年燃料成本將趨於穩定，因煤炭價格已經超過了大量燃煤電廠的負擔能力。此消彼長之下，風電部門則繼續帶動盈利增長。2017 年風電發電量同比實現 21.0% 增長，利用小時數則攀升至 1,940 小時，表明此前受限電問題困擾的區域專案盈利能力顯著增強。管理層透露公司 2017 年限電率下降 5.5 個百分點至約 12%。對於 2018 年利用小時指引，管理層預期水電、煤電、風電的利用小時分別約為 3700、4000 以及 2000 小時。

❖ **2018 新增裝機百花齊放。** 對於 2018 年新增裝機規劃，管理層在展示了頗具雄心的擴容目標，包括 1) 現有水電項目擴建 100 兆瓦，2) 煤電項目邵武三期 660 兆瓦新建投運，3) 風電新建並網 500 兆瓦，4) 光伏發電新建並網 100 兆瓦，5) 天津和廣東分散式燃氣發電 350 兆瓦，以及 6) 2018 年底或 2019 年初廣東增城的 1.2GW 燃氣發電專案計畫投運。基於較為保守的投產時間點預估，我們認為上述新增產能將在 2019 年貢獻較多發電增量。而對於 2018 年，我們預計公司發電量將保持溫和增長 7.4%。核電方面，管理層三門核電 1 號機組預計裝料時點將近，預計首台 AP1000 機組將在 2018 年開始投入商業運營。

❖ **維持買入。** 基於較高的煤炭價格帶來燃料成本的上升，和公司 2018 年運營指引的更新，我們分別調低 2018/19 年盈利預測 10.5/ 10.0%，自人民幣 23.51 / 26.48 億元至人民幣 21.05 / 23.82 億元。我們認為不論是可再生能源或是煤電相關的政策利好資訊都將觸發對華電福新的價值重估。**維持買入評級，目標價維持每股 2.38 港元。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	15,917	16,813	18,209	22,270	25,664
淨利潤 (百萬人民幣)	1,908	1,986	2,105	2,382	2,638
EPS (人民幣)	0.23	0.24	0.25	0.28	0.31
EPS 變動 (%)	7.19	1.7	6.0	13.2	10.7
市盈率 (x)	7.2	7.1	6.7	5.9	5.4
市帳率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	3.0	3.3	3.4	3.8	4.2
權益收益率 (%)	10.6	10.2	10.0	10.4	10.5
淨財務杠杆率 (%)	318.7	287.2	286.3	289.9	285.1

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.38
(此前目標價)	HK\$2.38)
潛在升幅	19.0%
當前股價	HK\$2.00

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	16,816
3個月平均流通(百萬)	10.13
52周內高/低(港元)	2.14/1.59
總股本(百萬)	8,408

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
中再保	6.3%
流通股	30.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	0.0%	-0.6%
3月	5.8%	0.7%
6月	9.9%	-0.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.hdfx.com.cn

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	15,917	16,813	18,209	22,270	25,664
水電	4,037	2,518	2,634	2,712	2,790
火電	3,589	4,896	5,114	5,816	6,491
風電	5,291	6,401	7,088	7,711	8,362
其它業務	3,000	2,997	3,373	6,032	8,022
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,229)	(13,269)	(15,743)
毛利	7,908	7,377	7,979	9,000	9,921
其它淨收入	180	210	180	180	180
行政費用	(512)	(512)	(552)	(673)	(775)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,574)	(1,855)	(1,991)
其它費用	(896)	(832)	(776)	(893)	(1,022)
息稅前收益	5,351	4,861	5,258	5,759	6,313
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(3,066)	(3,312)	(3,633)
合資及聯營企業	630	742	881	972	1,055
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	3,072	3,420	3,735
所得稅	(534)	(337)	(399)	(462)	(523)
非控制股東權益	600	348	347	355	353
永續中期票據分派	115	115	115	115	115
可續期債券分派	-	16	106	106	106
淨利潤	1,908	1,986	2,105	2,382	2,638

資料來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	93,048	95,915	103,076	110,072	116,560
固定資產	78,612	81,191	85,067	90,275	94,918
預付租金	1,482	1,428	1,725	1,842	1,955
合資及聯營公司投資	7,506	8,190	10,342	11,812	13,360
其它非流動資產	5,448	5,107	5,942	6,143	6,327
流動資產	9,795	11,325	12,669	13,142	15,883
現金及現金等價物	2,954	2,127	2,435	2,326	3,959
應收賬款	5,052	6,992	7,932	8,378	9,401
預付款	1,501	1,919	1,833	1,907	1,972
其它流動資產	288	287	470	532	550
流動負債	26,036	25,366	27,355	27,671	29,543
應付賬款	1,569	1,081	1,457	1,782	2,053
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,499	16,823	18,147
其它流動負債	316	188	197	204	211
非流動負債	53,878	55,406	60,134	65,219	70,306
借貸	52,283	53,779	58,306	63,287	68,267
融資租賃	252	226	334	362	391
其它非流動負債	1,343	1,401	1,494	1,570	1,648
少數股東權益	2,895	3,043	3,195	3,355	3,522
永續票據	1,994	3,988	3,988	3,988	3,988
淨資產總額	18,040	19,436	21,073	22,982	25,083
股東權益	18,040	19,436	21,073	22,982	25,083

資料來源：公司資料，招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,953	1,986	2,105	2,382	2,638
折舊和攤銷	4,008	4,432	4,765	5,413	5,978
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	838	(1,597)	(564)
其它	7,600	849	(905)	(111)	(88)
經營活動所得現金流	9,334	3,195	6,803	6,088	7,963
資本開支	(6,375)	(7,180)	(8,493)	(10,633)	(10,636)
聯營公司	(763)	(684)	(2,152)	(1,470)	(1,548)
其它	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(7,864)	(10,645)	(12,102)	(12,184)
股份發行	57	1,965	221	221	221
淨借貸	5,816	2,614	4,763	6,336	6,336
股息	(339)	(429)	(467)	(474)	(536)
其它	(3,749)	(250)	(711)	(147)	(182)
融資活動所得現金淨額	1,786	3,901	3,805	5,936	5,839
現金增加淨額	867	(768)	(37)	(79)	1,617
年初現金及現金等價物	2,031	2,890	2,122	2,085	2,006
匯兌	(8)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,890	2,122	2,085	2,006	3,624
受限制現金	64	5	350	319	336
資產負債表現金	2,954	2,127	2,435	2,326	3,959

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
水電	25.4	15.0	14.5	12.2	10.9
火電	22.6	29.1	28.1	26.1	25.3
風電	33.3	38.1	38.9	34.6	32.6
其它業務	18.8	17.8	18.5	27.1	31.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	50.9	45.1	44.8	41.2	39.4
稅前利率	20.1	16.7	16.9	15.4	14.6
淨利潤率	12.3	11.8	11.6	10.7	10.3
有效稅率	16.7	12.0	13.0	13.5	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	9.0	8.3	7.5
平均應收款周轉天數	117.9	151.8	159.0	137.3	133.7
平均應付周轉天數	73.3	42.8	52.9	49.7	48.2
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.6	2.7	2.7
淨負債/股東權益比率 (%)	318.7	287.2	286.3	289.9	285.1
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.0	10.4	10.5
資產回報率	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.24	0.25	0.28	0.31
每股股息 (人民幣)	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	2.15	2.31	2.51	2.73	2.98

資料來源：公司資料，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。